

Distr.  
INTERNA

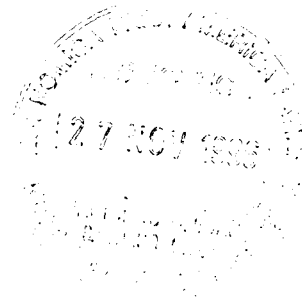
LC/IN.63  
9 de enero de 1989

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



AJUSTE MACROECONOMICO, DEUDA EXTERNA Y AHORRO  
EN LA ARGENTINA \*/

\*/ Este trabajo fue preparado por el consultor señor Guillermo Escudé y el señor Simón L. Guerberoff, en el marco del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, pueden no coincidir con las de la Organización.

•

•

•

•

Como es sabido, la Argentina viene atravesando una situación crítica de balance de pagos desde comienzos de la década. Esto es consecuencia de las políticas cambiaria y financiera erróneas seguidas en los últimos años de la década del setenta y principios de la del ochenta, del fuerte endeudamiento externo contraído y del cambio en las condiciones de los mercados internacionales. Además, el problema fiscal se hizo más agudo a partir del hecho de que la mayor parte de la deuda externa pasó al sector público, sin que éste fuera dotado de los recursos para hacer frente a sus servicios.

Desde entonces, los principales problemas de la economía argentina pasaron a ser la obtención de divisas para pagar por lo menos parte de los intereses externos -a través de la obtención de un balance comercial positivo y de la permanente negociación con acreedores y organismos internacionales- y la obtención de recursos para evitar el financiamiento inflacionario del déficit fiscal. La crisis de balance de pagos antedicha se superpuso al virtual agotamiento del modelo de crecimiento de largo plazo que había seguido el país hasta mediados de la década del setenta y al cambio en la estructura económica que resultó de la estrategia diferente que se intentó a partir de 1976.

A pesar de los diversos intentos realizados por encontrar salidas a la crisis, a fines de la década del ochenta la economía argentina se encuentra ante un nudo de situaciones críticas en varios frentes. Por un lado se impone la necesidad de retomar el crecimiento económico, lo cual de be pasar por una recuperación de los niveles de inversión y la realización de una importante reasignación de recursos. Por otro lado, se requiere man tener una tasa de inflación tolerable, compatible con el desenvolvimiento

normal de la actividad económica y finalmente, se requiere mantener en equilibrio las cuentas externas. Obviamente, esto debe lograrse de un modo su-  
ficientemente consensual como para ser viable en el contexto socio-político  
vigente.

La formación del ahorro constituye una parte central del proceso de desarrollo económico, y esto es particularmente cierto en la situación argentina actual, por lo cual este trabajo intenta un primer análisis del comportamiento del ahorro interno y externo en el período de ajuste que se inició en 1981 y continúa hasta el presente.

La organización del trabajo es la siguiente. En la sección 1 se da un panorama general de la situación crítica por la que atraviesa la economía argentina. En la sección 2 se analiza la evolución del ahorro interno y externo en base a las definiciones tradicionales de estos conceptos y en la 3 se analiza el ahorro público y privado siguiendo esas mismas definiciones. En la sección 4 se hace una reseña histórica del proceso de endeudamiento argentino partiendo de la reforma financiera de 1977. La sección 5 trata sobre la viabilidad del ajuste y la pagabilidad de la deuda externa utilizando para ello un modelo formal. La sección 6 revisa el concepto de ahorro externo en función de las posibilidades de repago, introduciendo el concepto de ahorro externo ajustado. En la sección 7 finalmente se analizan empíricamente los determinantes del ahorro en base a los conceptos definidos en la sección anterior.

## 1. Panorama general

Desde el primer shock petrolero (1975) la economía argentina se caracteriza por el estancamiento y los altibajos. En el quinquenio 1970-75 la tasa promedio de crecimiento del PBI real había sido del 2,9%, bajando al 2,3% en el quinquenio 1975-80 y a -2,0% en el quinquenio 1980-85, recuperándose parcialmente al 1,5% en el bienio 1985-87. Tan solo en el bienio 1980-82 el PBI real decreció en un 11,3%.

En términos per cápita lo ocurrido en la economía argentina es mucho más dramático. El PBI per cápita de 1987 es un 6,4% menor que en el año 1970. Más aún, el PBI per cápita de cualquiera de los años 1982-87 es significativamente menor al de cualquiera de los años 1970-80.

Si bien es probable que la informalidad haya crecido durante el período, de manera que las estimaciones oficiales pueden subestimar la evolución del PBI, difícilmente la corrección de esa distorsión modifique en forma sustancial al panorama que las simples cifras señalan.

### Crecimiento del PBI real

<u>Período</u>	<u>Crecimiento</u>	<u>Crec. anual</u>
	%	<u>Promedio</u>
		%
1970-75	15,1	2,9
1975-80	11,8	2,3
1980-85	-10,5	-2,0
1985-87	7,6	1,5

Podemos poner de relieve el notable estancamiento de la economía argentina durante los últimos años señalando que en todos los años desde 1981 el PBI real ha estado en niveles inferiores al

de 1979 y 1980, y sólo el de 1987 superó al de 1977. Esta realidad indica que si bien el desempeño de la economía argentina durante la década del 70 dejó mucho por desear, la eclosión de la crisis de la deuda externa agravó marcadamente la situación.

Uno de los índices más elocuentes de la decadencia económica argentina es la reducción de la participación de la inversión bruta en el PBI ocurrida durante la presente década. De un promedio del 21,6% durante el período de doce años 1970-81, se pasó a un promedio del 13% durante el período de seis años 1982-87 y a un promedio del 11,6% durante la segunda mitad de este último período. Estos guarismos están cercanos a una inversión neta negativa, o sea, al decrecimiento absoluto de la infraestructura productiva. Por otro lado, confirman que es en la década del 80 que se deteriora aceleradamente el proceso económico, si bien ya se venía de un proceso de acumulación que mostraba francos signos de agotamiento.

Participación de la Inversión Bruta Interna en el PBI

<u>Período</u>	<u>IBI/PBI</u>
	Promedio anual
1970-75	21,2
1976-81	22,1
1982-87	13,0

La economía argentina siempre ha sido extremadamente vulnerable a los avatares de la economía internacional. Tradicionalmente, las crisis económicas en el país se han originado en el sector externo ante la necesidad de ajustar la economía ante una situación de escasez de divisas. Sin embargo, puede parecer paradójico que la difícil situación de los años 80 haya venido aparejada de un sistemático excedente comercial. En

los seis años del período 1982-87 el excedente comercial (bienes más servicios reales) ha sido de 17022 millones de dólares corrientes, o sea, más de siete veces el excedente comercial de los seis años previos (2308 millones en 1976-81). Este vuelco es indicativo de un significativo esfuerzo comercial, lo cual redundará en una ingente transferencia de recursos reales al exterior.

Si medimos el esfuerzo comercial mediante las exportaciones en dólares corrientes también observamos un marcado crecimiento durante los tres períodos, siendo el nivel de las exportaciones del período más reciente casi tres veces el nivel del primer período (1970-75).

#### Balance Comercial e Intereses Externos Netos

Millones de dólares corrientes

<u>Período</u>	<u>Exportaciones</u>	<u>Balance Comercial</u>	<u>Intereses Netos</u>	<u>Cuenta Corriente</u>
1970-75	19091	1153	1666	-1194
1976-81	51041	2308	5647	-6245
1982-87	55998	17022	27399	-15307

A pesar del esfuerzo comercial señalado, la situación deudora del país con respecto al resto del mundo se ha ido incrementando en forma explosiva. El excedente comercial logrado no es ni remotamente suficiente como para pagar los intereses de la deuda externa. Por ello, la cuenta corriente del balance de pagos ha sido sistemáticamente negativa, produciéndose el consiguiente endeudamiento externo creciente del país.

#### Deuda Externa Argentina

Millones de dólares corrientes

1975	7875
1980	27162
1985	49326
1986	51422

## 2. Ahorro interno y externo

Los bajos niveles de inversión bruta en la década del 80 se traducen necesariamente (por identidad contable) en igualmente bajos niveles de ahorro. Si partimos de la identidad macroeconómica

$$Y = C + I + X - M$$

y restamos de ambos lados de la igualdad el pago neto a los factores del exterior, Z, al despejar I podemos descomponer el ahorro total en el ahorro interno y el ahorro externo.

$$(1) \quad I = S = (Y - Z - C) + (M - X + Z) = S_I + S_X.$$

Si Y es el PBI, Y-Z es el Ingreso Bruto Nacional (YBN). Para financiar su inversión, el país utiliza su ahorro interno, compuesto por el excedente del YBN sobre el consumo, y también recurre al ahorro externo, o ahorro del resto del mundo. El ahorro externo que el país utiliza para financiar su inversión se refleja en el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos.

Si se analizan las series correspondientes al período bajo análisis (Cuadro I), observa que el ahorro interno en términos reales ha venido disminuyendo en forma continua desde el año 1977 en que había alcanzado el máximo del período.<sup>(1)</sup> A partir de 1981, el ahorro interno es sistemáticamente menor que el de todos los años del período 1970-80. Por su parte, el ahorro externo ha mostrado más altibajos si bien en todos los años desde 1980 salvo 1985 ha tenido niveles superiores a todos los años del período previo. Mientras la participación del ahorro externo en la financiación de la inversión no superó el 8 por ciento del total durante la década del 70 y fue negativa durante cinco de los diez años (lo cual implica que el país redujo su endeudamiento con el exterior), en (I) Ver Fane III (1984).



la década del 80 creció vertiginosamente hasta alcanzar la participación record del 60 por ciento en el año 87.

Cuadro 1  
Ahorro interno y externo

	Ahorro = Inversion Australes de	Ahorro Interno de 1970	Ahorro Externo 1970	% *	Ahorro Interno Participacion	Ahorro Externo
1970	1860.6	1775.3	85.3	*	0.95	0.05
1971	2062.7	1913.1	149.6	*	0.93	0.07
1972	2084.8	2016.8	68.0	*	0.97	0.03
1973	1987.0	2125.5	-138.5	*	1.07	-0.07
1974	2008.8	2034.3	-25.5	*	1.01	-0.01
1975	2045.1	1807.9	237.2	*	0.88	0.12
1976	2186.3	2303.9	-117.6	*	1.05	-0.05
1977	2643.6	2848.3	-204.7	*	1.08	-0.08
1978	2222.3	2514.9	-292.6	*	1.13	-0.13
1979	2449.9	2323.4	126.5	*	0.95	0.05
1980	2674.4	2023.2	651.2	*	0.76	0.24
1981	2048.9	1434.1	614.8	*	0.70	0.30
1982	1644.7	1267.9	376.8	*	0.77	0.23
1983	1469.5	1059.1	410.4	*	0.72	0.28
1984	1306.9	887.4	419.5	*	0.68	0.32
1985	1045.5	828.0	217.5	*	0.79	0.21
1986	1219.2	620.3	598.9	*	0.51	0.49
1987	1434.8	579.8	855.0	*	0.40	0.60

En el Cuadro 2 se presenta la participación del ahorro interno y externo en el PBI tomando como base, por un lado, las series calculadas a precios constantes y, por el otro, las series calculadas a precios nominales. La principal diferencia entre ambas es que para pasar del Producto Bruto Interno al Ingreso Bruto Nacional (YBN), debe adicionarse en el primer caso el efecto de la variación de los términos de intercambio, o ganancia del intercambio, que mide la ganancia o pérdida que se deriva de las variaciones de los términos de intercambio con el exterior. Cuando se utilizan las series a precios corrientes ese concepto está implícitamente incorporado. Como se ve en el Cuadro 2 puede apreciarse la diferencia entre ambas

la cual aumenta en los años en que se producen grandes variaciones en los términos de intercambio.

Cuadro 2  
Ahorro Interno y Externo  
Participación en el FBI

	A precios constantes		A precios corrientes	
	Ahorro Interno	Ahorro Externo	Ahorro Interno	Ahorro Externo
1970	20.2	1.0	20.3	0.9
1971	21.0	1.6	21.0	0.9
1972	21.7	0.7	20.4	1.2
1973	22.0	-1.4	20.6	-1.4
1974	20.0	-0.3	19.7	-0.1
1975	17.9	2.3	25.0	1.5
1976	22.8	-1.2	29.9	-2.8
1977	26.5	-1.9	29.1	-2.0
1978	24.2	-2.8	26.6	-2.7
1979	20.9	1.1	21.9	0.7
1980	17.9	5.8	19.4	3.3
1981	13.6	5.8	13.7	4.6
1982	12.7	3.8	11.6	5.4
1983	10.3	4.0	13.1	4.2
1984	8.4	4.0	9.8	4.7
1985	8.2	2.2	10.8	1.8
1986	5.8	5.6	8.8	3.9
1987	5.3	7.9	8.3	5.9

En cualquiera de las dos formas de obtener las participaciones en el FBI se ve que la participación del ahorro externo aumenta fuertemente en la década del 80 mientras que la participación del ahorro interno disminuye sostenidamente. La suma de ambos, por supuesto, disminuye también en la presente década, reflejando la caída en la participación de la inversión.

Para comprender la evolución del ahorro interno en términos reales es necesario analizarlo en su composición, la cual se observa en los Cuadros 3 y 4. Por un lado, el consumo real creció hasta 1980, con una bajada en el primer período del Proceso de Reorganización Nacional (1976-79). Luego presenta una muy leve

Cuadro 3  
Composición del Ahorro Interno  
Australes de 1970

	PBipm 1	GI 2	Z 3	IBN 4= 1+2+3	C 5	Ahorro Interno 4-5
1970	8774.5		-105.6	8668.9	6893.6	1775.3
1971	9104.6	111.9	-108.0	9108.5	7195.4	1913.1
1972	9293.7	136.5	-109.0	9321.2	7304.4	2016.8
1973	9641.8	215.3	-96.2	9760.9	7635.4	2125.5
1974	10163.0	118.6	-69.5	10212.1	8177.8	2034.3
1975	10102.7	-35.2	-86.6	9980.9	8173.0	1807.9
1976	10101.5	-92.3	-100.4	9908.8	7604.9	2303.9
1977	10746.6	-3.3	-118.8	10624.5	7776.2	2848.3
1978	10400.3	-46.4	-153.3	10200.6	7685.7	2514.9
1979	11130.1	82.1	-156.1	11056.1	8732.7	2323.4
1980	11295.3	342.3	-216.4	11421.2	9398.0	2023.2
1981	10542.9	361.6	-469.4	10435.1	9001.0	1434.1
1982	10020.8	21.7	-730.8	9311.7	8043.8	1267.9
1983	10321.0	12.0	-915.5	9417.5	8358.4	1059.1
1984	10584.9	92.3	-931.1	9746.1	8858.7	887.4
1985	10104.6	-6.7	-976.7	9121.2	8293.2	828.0
1986	10656.2	-152.4	-930.4	9573.4	8953.1	620.3
1987	10870.9	-287.7	-890.0	9693.2	9113.4	579.8

tendencia creciente. Por otro lado, el YBN presenta una tendencia creciente hasta 1980 y una tendencia decreciente desde entonces, siendo el YBN de todos los años del período 1982-87 menor al de cualquiera de los años 1973-81.

La caída en el YBN de la década del 80 está claramente asociada a un estancamiento en el PBI y un crecimiento marcado en el pago neto a los factores del exterior, si bien el deterioro de los términos de intercambio también pesa en los últimos dos años del período. Por supuesto, es esta caída en el YBN conjuntamente con un leve aumento en el consumo lo que genera la gran disminución en el ahorro interno que se aprecia desde 1977. En cambio, en el período previo el ahorro interno había tendido a

crecer, a pesar del aumento en el consumo, debido al crecimiento en el PBI y en el YBN.

Cuadro 4  
Composición del Ahorro Interno  
Participación en el PBI  
A precios constantes

	PBIpm 1	GI 2	Z 3	YBN 4= 1+2+3	C 5	Ahorro Interno 4-5
1970	100	0.0	-1.2	98.8	78.6	20.2
1971	100	1.2	-1.2	100.0	79.0	21.0
1972	100	1.5	-1.2	100.3	78.6	21.7
1973	100	2.2	-1.0	101.2	79.2	22.0
1974	100	1.2	-0.7	100.5	80.5	20.0
1975	100	-0.3	-0.9	98.8	80.9	17.9
1976	100	-0.9	-1.0	98.1	75.3	22.8
1977	100	-0.0	-1.1	98.9	72.4	26.5
1978	100	-0.4	-1.5	98.1	73.9	24.2
1979	100	0.7	-1.4	99.3	78.5	20.9
1980	100	3.0	-1.9	101.1	83.2	17.9
1981	100	3.4	-4.5	99.0	85.4	13.6
1982	100	0.2	-7.3	92.9	80.3	12.7
1983	100	0.1	-8.9	91.2	81.0	10.3
1984	100	0.9	-8.8	92.1	83.7	8.4
1985	100	-0.1	-9.7	90.3	82.1	8.2
1986	100	-1.4	-8.7	89.8	84.0	5.8
1987	100	-2.6	-8.2	89.2	83.8	5.3

En el Cuadro 4 se obtienen las participaciones en el PBI del ahorro interno y de las variables que lo explican a partir de las series del Cuadro 3. Se ve allí que la participación del consumo en el PBI ha tendido a crecer durante el período, si bien se ha mantenido relativamente constante desde 1980. Por otro lado, el YBN tuvo una participación relativamente constante durante la década del 70, si bien ésta ha tendido a decrecer durante la década del 80 como consecuencia del crecimiento en los pagos netos a factores del exterior.

En cuanto al ahorro externo, en el Cuadro 5 se obtiene su participación en el PBI a partir de las participaciones de las

variables que lo explica. Se lo descompone en el superávit de la balanza comercial y el pago neto a factores del exterior. El balance comercial ha sido de relativamente poca importancia hasta el año 1975 inclusive (al menos en comparación con su evolución posterior). Desde entonces, salvo el período de sobrevaluación de la moneda nacional a raíz de la "tablita cambiaria" de Martínez de Hoz (1980-81), en que hay déficit, el saldo ha sido positivo y elevado.

Quadro 5  
Composición del Ahorro Externo  
 Participación en el PBI  
 A precios constantes

	Exportaciones	Importaciones	Ganancias Intercambi	Balance Comercial	Pago neto a Factores Ext	Ahorro Externo
	X	M	GI	X-M+GI	Z	-(X-M+GI-Z)
1970	9.2	9.0	0.0	0.2	1.2	1.0
1971	8.0	9.7	1.2	-0.5	1.2	1.6
1972	8.0	9.0	1.5	0.4	1.2	0.7
1973	8.8	8.6	2.2	2.4	1.0	-1.4
1974	8.4	8.6	1.2	0.9	0.7	-0.2
1975	7.6	8.8	-0.3	-1.5	0.9	2.4
1976	10.0	7.0	-0.9	2.2	1.0	-1.2
1977	12.0	9.0	-0.0	3.0	1.1	-1.9
1978	13.5	8.8	-0.4	4.3	1.5	-2.8
1979	12.2	12.7	0.7	0.3	1.4	1.1
1980	11.4	18.3	3.0	-3.8	1.9	5.8
1981	12.9	17.7	3.4	-1.4	4.5	5.8
1982	14.1	10.7	0.2	3.5	7.3	3.8
1983	14.7	9.9	0.1	4.9	8.9	4.0
1984	14.2	10.3	0.9	4.8	8.8	4.0
1985	16.8	9.2	-0.1	7.5	9.7	2.2
1986	14.8	10.3	-1.4	3.1	8.7	5.6
1987	13.9	10.9	-2.6	0.3	8.2	7.9

Por su parte, los pagos al exterior han sido positivos durante todo el período, si bien crecen enormemente hasta niveles muy superiores al excedente comercial durante la década del 80. Esto significa que una parte sustancial es financiada con un mayor

endeudamiento, lo cual implica un aporte de ahorro externo según la definición convencional de este término. En síntesis, el ahorro externo fue poco significativo y de signo fluctuante durante el período 1970-79, si bien desde 1980 ha sido fuertemente positivo.

Volviendo a la expresión (1), podemos resumir las consideraciones previas con la observación de que lo significativo de la década del 70 es cierto aumento en el PBI, lo cual permitió un moderado aumento en el consumo real y un significativo aumento en el ahorro interno, con poca variación en la participación del ahorro interno en el PBI. En cambio, lo que se destaca en la década del 80 es el estancamiento en el PBI y el crecimiento en los pagos a los factores del exterior, dando lugar a la señalada sustitución de ahorro interno por ahorro externo.

### 3. Ahorro Público y Privado

Dada la importancia del sector público en la economía argentina, es lógico preguntarse sobre la composición del ahorro interno en cuanto al sector que lo origina. O sea, conviene descomponer el ahorro interno en ahorro privado y ahorro público. Partiendo de (1) podemos efectuar tal descomposición del siguiente modo

$$(2) \quad S_I = Y - Z - C = (Y - Z_p + TR - C_p - T) + (T - G - Z_G - TR) = S_p + S_G$$

donde  $C_p$  es el gasto privado en consumo y  $G$ ,  $T$  y  $TR$  son las erogaciones corrientes, los ingresos corrientes y las transferencias en moneda local del sector público respectivamente. (Por supuesto  $C = C_p + G$ )  $S_G$  y  $Z_G$  son el ahorro y los intereses externos del sector público y  $S_p$  y  $Z_p$  son el ahorro y los intereses externos del sector privado

Contando con la serie de ahorro público ( $S_G$ ) a partir de las ejecuciones presupuestarias del sector público consolidado, dada la serie de

ahorro interno ( $S_I$ ) podemos obtener una estimación del ahorro del sector privado ( $S_P$ ) en forma residual. Debido a la discrepancia entre la metodología de cálculo del presupuesto público y la de las cuentas de producto e ingreso, es conveniente basarse, no en las series deflactadas como hicimos en la mayor parte de lo ya visto, sino en las series a precios corrientes. Por ello, en esta sección nos restringimos al análisis de las participaciones en el FBI.

Cuadro 6  
Ahorro Publico  
Ejecucion Presupuestaria  
Participación en el FBI

	Ingresos Corrientes		Egresos Corrientes		AHORRO	Egresos Netos de Capital		INVERSION FINANCIERA o SUPERAVIT
	Intereses Exter.	Inter.	Otros	Inv. Real		Otros		
1970	31.4	0.3	0.4	24.4	6.3	7.9	0.2	-1.78
1971	28.0	0.4	0.4	23.9	3.3	7.6	0.2	-4.55
1972	26.3	0.5	0.5	22.5	2.7	8.2	0.1	-5.56
1973	27.1	0.3	0.7	26.2	-0.1	7.0	0.5	-7.53
1974	30.5	0.4	0.7	29.0	0.3	7.5	0.8	-7.97
1975	24.0	0.5	0.7	29.5	-6.8	8.1	0.6	-15.47
1976	27.7	0.5	1.6	24.5	1.2	11.2	1.8	-11.75
1977	32.5	0.6	1.4	22.5	7.9	11.9	1.1	-5.1
1978	36.3	0.6	2.5	27.8	5.5	12.0	0.3	-6.77
1979	34.4	0.5	2.6	27.6	3.7	9.9	-0.1	-6.14
1980	35.6	0.8	2.6	31.0	1.2	8.9	-0.3	-7.5
1981	34.7	2.2	5.2	32.0	-4.6	8.4	0.3	-13.31
1982	32.0	4.6	5.7	29.1	-7.4	7.8	-0.2	-14.93
1983	34.2	5.0	0.9	35.1	-6.9	8.8	0.4	-16.07
1984	32.9	4.2	0.8	33.2	-5.2	7.1	0.2	-12.62
1985	40.2	4.6	0.8	34.8	-0.0	6.5	0.2	-6.72
1986	38.2	3.5	0.4	32.8	1.6	6.9	0.1	-5.34
1987	35.1	3.4	0.5	31.8	-0.5	6.9	0.1	-7.5

Como se ve en el Cuadro 6, el ahorro público ha sido muy variable, siendo en general positivo hasta 1980 inclusive, salvo

en 1975 en que es fuertemente negativo. El primer período, 1970-72, corresponde a la última fase del período militar de la llamada "Revolución Argentina", durante el cual comienza a acelerarse la inflación y baja significativamente la recaudación impositiva.

El siguiente subperíodo, 1973-75 es el del interregno civil peronista con grandes desbordes en las erogaciones corrientes del tesoro público. Luego viene el largo período militar del "Proceso de Reorganización Nacional" (1976-83). Hasta 1977 aumenta el ahorro público tanto por una mayor recaudación (tributaria y no tributaria) como por menores egresos corrientes. Desde entonces el ahorro público comienza a disminuir en forma sostenida hasta volverse negativo a partir de 1981 y alcanzando en 1982 y 1983 niveles negativos que llegan a superar los niveles de 1975. Cabe aclarar que los años 1981 y 1982 fueron fuertemente recesivos, lo cual debe haber influido en la menor recaudación tributaria. Sin embargo, la recuperación de 1983 no logró incrementar significativamente el ahorro.

Es de notar que ya a partir de 1976 los intereses de la deuda pública comienzan a ser significativos (más del 2 por ciento del PBI), acelerándose posteriormente hasta llegar a representar más del 10% del PBI en 1982. Las erogaciones corrientes, como porcentaje del PBI, fueron en casi continuo aumento durante todo el período militar después de la reducción inicial de 1976, superando holgadamente en los años 1980-82 los elevados niveles del interregno civil. Por su parte, los ingresos corrientes se mantuvieron en niveles elevados (entre 32 y 35%) con respecto a los niveles de la década del 70 durante todo este período.

Luego viene el actual período civil radical, durante el cual



se logra eliminar los grandes desahorros corrientes del período 81-83, aunque debido al peso de los intereses externos, no se llega a generar ahorros significativos. Tanto los ingresos como los egresos caen inicialmente (1984) para luego aumentar en 1985, sobre todo los ingresos, como consecuencia del Plan Austral. en el último bienio en consideración ambos disminuyen. Debe tenerse en cuenta que en todo el período final (desde 1982) los intereses sobre la deuda externa pública tienen un peso superior al 3% del PBI.

#### 4. La reforma financiera de 1977 y el endeudamiento externo argentino

Como hemos visto, el persistente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, a pesar del sostenido superávit comercial, signa el actual período de la economía argentina. Y el financiamiento de ese déficit se traduce en un creciente endeudamiento externo. Para comprender los alcances de la situación actual es necesario remontarse, aunque más no sea brevemente, a la génesis del endeudamiento externo argentino.

Cuando se inicia el Proceso de Reorganización Nacional en 1976 se venía de un largo período de represión financiera caracterizado por controles a las tasas de interés que implicaban tasas reales fuerte y sistemáticamente negativas. Si se corrigen las tasas de interés activas del período 1950-76 según la variación en el índice de precios mayoristas, se obtienen tasas reales positivas en solo cinco de los veintiseis años.

En la práctica, se tenía una recurrente utilización del impuesto inflacionario para financiar el déficit público, un sistema crediticio fuertemente dirigido, y una canalización del crédito hacia sectores subsidiados. Por supuesto, las tasas

pasivas negativas desincentivaban los depósitos en el sistema financiero institucionalizado, se producía desintermediación financiera y las empresas tendían a autofinanciarse mediante la generación de elevados excedentes financieros en un ambiente protegido por elevados aranceles.

El plan económico del nuevo gobierno se basaba en un reordenamiento de las finanzas públicas y en un programa de liberalización tanto comercial como financiera. En lo comercial, en los primeros dos años se redujeron sustancialmente los aranceles a la importación y en 1978 se aprobó un programa de reducción arancelaria trimestral que durante cinco años debía llevar el valor medio de los aranceles de importación desde el 41 que todavía se tenía en promedio en 1978 hasta un 20 por ciento en 1984.

En lo financiero se llevó a cabo en 1977 una reforma financiera integral. Esta se caracterizaba por el retorno al sistema de encajes fraccionarios, luego del breve período de nacionalización de depósitos (1973-76). También se establecía la libertad de fijación de tasas de interés por parte de los intermediarios financieros. Además, se ampliaba considerablemente la operatoria de los bancos comerciales y se establecía una gran libertad de entrada al sistema con la idea de fomentar la competencia entre las entidades.

Si bien inicialmente el gobierno logró reducir los elevados déficit fiscales del período inmediatamente precedente, las necesidades de financiamiento permanecieron elevadas. Habiendo llegado a ser del 15,5 y 11,8 por ciento del PBI en los años 1975 y 1976, las necesidades de financiamiento del sector público

pasaron a estar entre el 5,1 y el 7,5 por ciento del PBI en los años 1977-80. Pero a pesar de una reducción sustancial en la financiación monetaria del déficit de la tesorería, la expansión monetaria siguió elevada, en parte por el funcionamiento de la Cuenta de Regulación Monetaria.

Esta fue creada al volverse al sistema de encajes fraccionarios debido a que cuando se devolvió la facultad de disponer de los depósitos a las entidades financieras era necesario imponer un encaje elevado para evitar un efecto monetario expansivo. Habiéndose optado por un encaje único sobre todo tipo de depósito, el encaje con efecto monetario neutro resultó ser del 45 por ciento. Un encaje tan elevado, al implicar una baja capacidad prestable, hubiera obligado a las entidades a establecer un gran diferencial entre tasas activas y pasivas para hacer frente a los costos operativos. Sin embargo, como también se estaba implementando una apertura financiera externa, las entidades nacionales no hubieran podido competir con el financiamiento externo. Por ello se ideó el mecanismo de la Cuenta de Regulación Monetaria.

Según este mecanismo, el Banco Central pasaba a remunerar los encajes legales que las entidades mantuvieran mientras les cobraba una imposición sobre la capacidad prestable originada en los depósitos en cuenta corriente. En la práctica se utilizó la misma tasa para ambos conceptos. Y como la mayor parte de los depósitos estaban colocados a plazo y el encaje era elevado, la cuenta debía necesariamente ser deficitaria. Tal mecanismo aliviaba financieramente a las entidades financieras pero redundaba en emisión monetaria. En la práctica se fue

paulatinamente reduciendo el coeficiente de encaje pero no se logró un significativo incremento de los depósitos en cuenta corriente. Por lo tanto el equilibrio en la cuenta se concretó lentamente.

Ante el poco éxito logrado en la disminución de la inflación el gobierno decidió utilizar el tipo de cambio como instrumento antiinflacionario. A partir de diciembre de 1978 se comenzó a anunciar anticipadamente un plan de minidevaluaciones decrecientes. Se pensaba que tal esquema eliminaría la incertidumbre cambiaria, lo cual debería reducir la tasa de interés nominal a niveles más cercanos a los internacionales. Pero fundamentalmente se pensaba que un ritmo devaluatorio decreciente tendería a limitar el alza de precios de los bienes competidores con los importados. Si existía algún grado de sustituibilidad entre tales bienes y los domésticos se tendería a limitar la tasa de inflación.

En la práctica la inflación mostró ser más difícil de doblegar. Después de muchos meses de apreciación cambiaria muchas eran las empresas que se veían en dificultades por la competencia de productos importados. Además, las empresas con posibilidades de obtener créditos en el exterior podían hacer arbitraje a costa de un creciente endeudamiento externo. Pues mientras la tasa de interés activa interna era levemente positiva, el mecanismo de la tablita cambiaria aseguraba una tasa de interés real negativa sobre los créditos externos. Durante 1979 y 1980 el sector privado se endeudó en el exterior por 8500 millones de dólares. Posteriormente, cuando el sector privado disminuye su endeudamiento externo, el gobierno comienza a endeudar a las

empresas públicas para mantener el ingreso de divisas. En la práctica, se lograba de este modo financiar la fuga de capitales, pues ante la certeza de que tendría que producirse una fuerte corrección cambiaria, las carteras privadas se dolarizaban.

La reforma financiera dio lugar a una considerable expansión del sistema financiero en cuanto al establecimiento de entidades, sucursales y personal ocupado. Estos últimos factores aumentaron los costos operativos de las entidades aunque ello recién se tornó importante cuando posteriormente (1980) estalla la crisis financiera. Muchas empresas medianas y pequeñas iban tornándose insolventes debido a la competencia externa inducida por la apreciación cambiaria y la liberalización comercial. Cuando la tasa de inflación mensual finalmente desciende hacia niveles en torno al 4 por ciento mensual, a fines de 1979, se produce un incremento agudo en la tasa de interés real que agrava la situación de muchas empresas.

Algunas de tales empresas iban a la quiebra. Pero muchas, al estar fuertemente endeudadas con el sistema financiero, refinanciaban los intereses que no podían afrontar mediante un mayor endeudamiento. De tal manera, las carteras de préstamos de los bancos iban perdiendo calidad y la situación de liquidez de muchos bancos se tornaba dudosa. Además, como la supervisión del Banco Central sobre las entidades era muy defectuosa, algunos bancos afrontaban la falta de liquidez captando mayores depósitos a tasas de interés muy elevadas. Como había garantía total para los depósitos en moneda doméstica de escaso monto, los depositantes aprovechaban las elevadas tasas sin preocuparse por la solvencia del banco.

La quiebra del banco que tenía mayor captación de depósitos de la plaza (Banco de Intercambio Regional) en marzo de 1980 marcó el comienzo de la crisis financiera argentina. La pérdida de los depósitos en dólares, la pérdida parcial de los depósitos en moneda doméstica y la licuación inflacionaria de los depósitos con garantía motivó una corrida bancaria que el Banco Central debió afrontar mediante la extensión de los montos con garantía plena y masivos redescuentos a los bancos con dificultades.

A pesar de la incertidumbre cambiaria y de la evidente sobrevaluación de la moneda doméstica, el gobierno no quiso corregir el tipo de cambio de manera sustancial, más allá de un tímido 10 por ciento antes de concluir su gestión. Entre marzo de 1981 y fines de 1983 se suceden tres nuevos presidentes militares con sus respectivos ministros de economía. Con la gestión del primero de éstos se producen grandes devaluaciones que, por supuesto, pone en aprietos a las empresas con fuerte endeudamiento externo.

Es de notar que los propietarios de muchísimas de tales empresas tenían sus pasivos en moneda extranjera totalmente cubiertos mediante activos en las mismas monedas. Pero mientras los pasivos estaban en "blanco" los activos estaban en "negro". Con el objeto de lograr la refinanciación de los pasivos externos el gobierno establece un mecanismo de seguro de cambios. En la práctica, esto significaba fijar un tipo de cambio subvencionado para el pago en moneda nacional de las deudas externas privadas, mientras el gobierno se hacía cargo de la deuda con el exterior.

Luego del breve mandato del general Galtieri, durante el cual

se desarrolla la guerra de las Malvinas, tiene lugar una nueva reforma financiera y una extensión del mecanismo de los seguros de cambio. Mientras los seguros de cambio permitían estatizar una parte importante de la deuda externa privada, la reforma financiera de 1982 lograba licuar las deudas empresarias (tanto de las empresas públicas como de las privadas).

La reforma consistió en el desdoblamiento del mercado financiero en dos segmentos, uno regulado y otro libre. El primero tenía un encaje del 100 por ciento y tasas de interés máximas significativamente menores a la tasa de inflación. El segundo no tenía encaje mínimo (salvo los depósitos indexados) y tenía una tasa de interés libre. En la práctica, el segmento significativo era el regulado. Este se establecía mediante un "préstamo básico" que el Banco Central le otorgaba a las entidades financieras, que les permitía a éstas financiar sus carteras de préstamos con independencia de los depósitos que recibieran. Así, esta parte del sistema reproducía el mecanismo básico del régimen de nacionalización de depósitos. El préstamo del Banco Central a las entidades debía ser devuelto en un plazo de cinco años a medida que las entidades fueran recuperando su cartera activa.

Por supuesto, la licuación de los pasivos privados externos e internos implicó una fuerte redistribución de riqueza. El estado asumía las deudas privadas mientras, por supuesto, los activos seguían siendo privados. Este proceso debía forzosamente tener consecuencias fiscales gravísimas. En particular, una vez instalado el gobierno civil, obligó al estado a intentar elevar la presión tributaria, a mantener elevados encajes en el sistema financiero, a recurrir al impuesto inflacionario y a otros

mecanismos como el del "ahorro forzoso", y a aumentar la deuda pública tanto interna como externa. Los elevados encajes en el sistema financiero así como la emisión de títulos públicos denominados en dólares que cotizan por debajo de la par, tuvieron el efecto adicional de producir elevadas tasas de interés internas, desplazando así al sector privado del crédito doméstico. Además, la necesidad de recortar el gasto público indujo al gobierno a reducir la inversión pública, en un contexto de incertidumbre sobre el futuro económico que se tradujo en una bajísima inversión privada.

La progresiva transferencia de la deuda externa privada hacia el sector público a través de los mecanismos mencionados se refleja claramente en la evolución de la composición de la deuda externa en pública y privada.

#### PARTICIPACION DE LA DEUDA PRIVADA EN LA

##### DEUDA EXTERNA TOTAL

	Deuda total (Miles de millones de dólares)	Participación Privada (%)
1975	7,9	48,9
1980	27,2	46,8
1983	45,1	29,6
1986	51,4	13,0



## 5. Política de ajuste y pagabilidad de la deuda externa (1)

Una pregunta relevante para la conceptualización del ahorro en un país como la Argentina es si la deuda externa cuyo servicio se está contabilizando es atendible en el largo plazo. Pues si se piensa que lo es, entonces no se puede dudar de que el país recibe efectivamente un aporte de ahorro externo consistente en la parte de los servicios de la deuda que se refinancian. Es con ese criterio que se elaboraron las series de las secciones 2 y 3 de este trabajo. Pero si se piensa que el endeudamiento progresivo que se está viviendo revela una situación no superable por las vías normales, entonces es necesario hacer un replanteo global de la verdadera situación del país.

Por supuesto, en abstracto se puede decir sin vacilar que sí lo es. Si se realizan los ajustes estructurales que permitan reasignar los recursos económicos hacia las actividades que generan bienes exportables y sí efectivamente pueden colocarse dichos bienes en los mercados internacionales entonces la deuda es atendible en el largo plazo. Un tipo de cambio real suficientemente elevado la eliminación de trabas a la importación y la reducción en la absorción de ahorro por parte del sector público deberían trabajar en esa dirección

Sin embargo el ajuste estructural requerido puede resultar de una magnitud tal que no resulte viable para el equilibrio socio-político existente (2). Por ejemplo generar un excedente externo suficientemente importante como para lograr la gradual reducción en el déficit de la cuenta corriente del balance de

---

(1) Esta sección se basa en el trabajo de Guillermo Escudé, "Ajuste comercial y quita en la solución del problema de la deuda externa", 1988, inédito.

(2) Ver Massad (1987).

pagos requiere, como dijimos, el mantenimiento de un tipo de cambio real muy elevado durante un período de tiempo prolongado. Un período de tiempo suficientemente extenso como para que efectivamente hayan incentivos económicos que los agentes consideren permanentes que los induzcan a realizar fuertes inversiones en los sectores productores de bienes exportables.

Pero la contrapartida de este tipo de cambio real elevado es un salario real reducido, al menos en el corto y mediano plazo.<sup>1</sup> Si la reducción en el salario real requerida es lo suficientemente grande, se torna no viable social y políticamente. En cuanto el gobierno intenta obtener un tipo de cambio real muy elevado las presiones que comienza a soportar por el lado gremial se hacen igualmente elevadas. La naturaleza del sistema socio-político, por lo tanto, no es ajena a la delimitación de las políticas de ajuste viables.

Siguiendo la línea de este razonamiento, a menudo la mejor voluntad del gobierno en cuanto a la implementación de políticas de ajuste estructural se ve frustrada por el hecho que los agentes económicos de cuyas decisiones depende el éxito de esas políticas tienen una diferente visión de las verdaderas dificultades de implementación. En consecuencia, toman sus decisiones teniendo en cuenta que las políticas presentes pueden revertirse en el corto plazo debido a las resistencias que generan. Esos agentes pueden tener presente en su memoria los intentos fallidos del pasado. Y esa memoria puede restarle credibilidad a las políticas

---

<sup>1</sup> Véase sobre esta relación inversa, Guillermo Escudé (1988a).

gubernamentales presentes.<sup>1</sup>

Tal puede ser el caso de la inversión en la Argentina actual. La reducción de la inversión pública ha sido uno de los ejes fundamentales del intento de ajuste en las cuentas públicas. Se necesitaría un elevado flujo de inversión privada en los sectores productores de bienes exportables para posibilitar la reasignación de recursos necesaria. Si el gobierno impone un tipo de cambio real elevado y afirma que lo va a mantener elevado, el sector privado puede dudar de la capacidad del gobierno de mantener a raya las múltiples presiones sectoriales que redundan en la apreciación cambiaria. Además, como las inversiones son de largo plazo y el horizonte del gobierno mucho más corto, el sector privado debe tener en cuenta la posible reacción electoral ante una política que en el corto plazo perjudica a grandes mayorías.

Este es otro ejemplo de cómo la naturaleza del sistema socio-político incide sobre la viabilidad de las políticas. En el caso argentino, la existencia de un régimen democrático torna necesario para los potenciales inversores pronosticar los resultados electorales y los programas económicos de los probables ganadores. Pero la validez de este argumento también se extiende a los países con regímenes autoritarios, siempre que la estabilidad de esos regímenes pueda no estar plenamente asegurada.

La dificultad de lograr un ajuste de la magnitud requerida para que la deuda externa sea pagable en el largo plazo está claramente tenida en cuenta por los tenedores de títulos de la

---

<sup>1</sup> Véase al respecto Guillermo Calvo, (1988) y Escudé, (1988b).

deuda externa argentina. El hecho de que muchos de tales títulos se coticen en los mercados secundarios a menos de un cuarto de su valor contable es un claro indicio de que el mercado no considera a la deuda pagable a su valor pleno. Una manera de interpretar este fenómeno es que el mercado considera que en algún momento se va a tener que reconocer la realidad y que en ese momento se van a tener que modificar las condiciones contractuales en que actualmente está plasmada esa deuda.<sup>1/</sup>

Así como el valor real de la deuda no es el contable, lo mismo ocurre con los intereses sobre la deuda. Si los intereses que actualmente no se pagan sino que se refinancian mediante la generación de deuda adicional nunca van a ser pagables plenamente, entonces no parece razonable tomarlos en su valor pleno cuando estimamos la magnitud del ahorro externo que la economía recibe, al menos si el objetivo de tal ejercicio es el de tratar de evaluar los condicionantes de largo plazo que enfrenta la economía argentina.

Por otro lado, tampoco parece lícito adoptar el extremo opuesto de dejar los intereses sobre la deuda externa completamente fuera del panorama. Pues ello subestimaría enormemente los condicionantes de largo plazo. La realidad debe buscarse en el terreno intermedio. El fondo de la argumentación puede expresarse ilustrativamente mediante la figura de la quiebra. Si bien tal figura jurídica no existe en el terreno internacional, parece ser la forma más sintética de referirse a la situación del gobierno de un país soberano que no está en condiciones de cumplir sus pasivos externos en el largo plazo.

<sup>1/</sup> Ver C.A. Rodríguez (1986)

Si bien no todos los agentes involucrados han reconocido públicamente esta realidad, es de presumir que todos la tienen en cuenta al tomar sus decisiones y al actuar. En todo caso, no todos los agentes involucrados han llegado a la conclusión de que ha llegado el momento en que los costos de mantener la situación actual son mayores que los beneficios de aceptar las pérdidas. Para algunos (en particular, los bancos acreedores) puede aún resultar preferible seguir "ganando tiempo" mientras su situación se fortalece.

Indudablemente, son los países cuyos gobiernos están en virtual estado de quiebra los "agentes" que más se perjudican con el mantenimiento de la actual situación. Pues el estado de indefinición en que se encuentran sus economías traba sus posibilidades de ajuste para el logro de una mejor inserción de largo plazo en la economía internacional. La incertidumbre que el proceso de perpetua negociación para la refinanciación de intereses impagos genera sobre el funcionamiento de estas economías, dificulta la posibilidad de revertir la penosa situación de escasa inversión privada.<sup>1/</sup> Además, el mantenimiento de la actual situación mantiene a esas economías fuera del mercado internacional de capitales al no restablecerse su fiabilidad ("creditworthiness").

Si las observaciones precedentes tienen validez, en algún momento tendrá que redefinirse la verdadera capacidad de pago al exterior del gobierno y llegarse a un arreglo sobre cómo se distribuirán las pérdidas. De hecho, actualmente se tiene la

---

<sup>1/</sup> Véase Machinea y Fanelli (1987) y McCarthy y Thorne (1987).

paradójica situación de que parte de las pérdidas ya han sido reconocidas por los acreedores, en la medida en que éstos se han desprendido de partes de sus tenencias de títulos vendiéndolas en los mercados secundarios, sin que el país se haya beneficiado con tal reconocimiento.

Entonces, si una parte de los intereses devengados sobre la deuda externa no es pagable en el largo plazo, cuando hacemos una proyección del ahorro interno y externo para discernir las necesidades de financiamiento futuro de la economía sólo debe tomarse la parte de los intereses sobre la deuda externa pública que se considera pagable en el largo plazo. O sea, debe realizarse un ejercicio que implica, de alguna manera, anticiparse a la resultante del complejo proceso de negociación entre las partes involucradas que en algún momento futuro deberá realizarse, y que terminará con una sustancial quita en la deuda externa pública.

Ilustraremos la idea esbozada mediante el modelo expuesto en un trabajo teórico reciente de uno de los autores. Supongamos que el país genera un excedente comercial  $B$  que no alcanza para pagar los intereses de la deuda externa  $iD$ , donde  $i$  es la tasa de interés internacional y  $D$  el stock nominal de la deuda. La deuda crece, entonces, según la ecuación:

$$(3) \quad \dot{D} = iD - B.$$

Por otro lado, la evolución del precio de mercado de los títulos de deuda viene dada por la siguiente ecuación de arbitraje:

$$(4) \quad (i+\theta)p = B/D + (i - B/D)p + \dot{p}.$$

Esta ecuación dice que en todo instante el rendimiento de una unidad de deuda debe ser igual a su costo de oportunidad.

El costo de oportunidad se toma como el interés que podría obtenerse mediante la colocación del importe resultante de la venta del título, donde a la tasa de interés internacional se le suma una prima de riesgo país  $\phi$  que penaliza la tenencia de títulos de deuda. Por otro lado, el rendimiento de una unidad de deuda viene dado por la suma de tres componentes. En primer lugar está la fracción que le corresponde del saldo comercial,  $B/D$ , suponiendo que el excedente se reparte equitativamente entre todos los tenedores. En segundo lugar está el valor de mercado de los títulos de deuda que se entregan sobre los intereses que deben refinanciarse,  $(i - B/D)p$ . Y en tercer lugar está la ganancia o pérdida esperada de capital sobre el título de deuda,  $\dot{p}$ . Si suponemos que las expectativas son racionales, ésta es la ganancia o pérdida real. <sup>1</sup>

Puede interpretarse a la ecuación (4) como expresión de la idea de que en todo instante el precio del título debe estar ajustándose de manera tal que a sus propietarios les resulte indiferente mantenerlo o venderlo. Si no fuera así existiría la posibilidad de hacer arbitraje.

Por otro lado, suponemos que la prima de riesgo está relacionada con la dificultad de lograr el equilibrio en la cuenta corriente. Podemos tomar, entonces,

---

<sup>1</sup> Véase la justificación de la ecuación de arbitraje en Carlos A. Rodríguez, (1988). En este trabajo se supone que tanto la prima de riesgo como el excedente comercial son constantes.

$$(5) \quad \dot{\sigma} = \sigma(i - B/D),$$

donde  $\sigma$  es una constante positiva (entre cero y la unidad) que indica la sensibilidad de la prima de riesgo al déficit en la cuenta corriente (por unidad de deuda).

El sistema formado por las ecuaciones (3), (4) y (5) es explosivo si se parte de una situación deficitaria en la cuenta corriente del balance de pagos. La deuda externa está destinada a crecer y la cotización de los títulos de la deuda a disminuir. Pero cabe preguntarse qué sucedería si se trata de agrandar el excedente comercial de manera tal de ir cerrando la brecha de la cuenta corriente. Para contestar este interrogante, agregamos a las ecuaciones precedentes la siguiente ley de ajuste del excedente comercial:

$$(6) \quad \dot{B} = \gamma(iD - B)$$

donde  $\gamma$  es la velocidad de ajuste. Siempre que el excedente comercial es menor que los intereses sobre la deuda, se procura aumentar el excedente comercial. La magnitud del parámetro  $\gamma$  indica la intensidad del esfuerzo de ajuste.

Definamos como nueva variable el excedente comercial por unidad de deuda externa,  $b \equiv B/D$ . Diferenciando  $b$  y utilizando las ecuaciones (3) y (6), obtenemos la siguiente ecuación:

$$(7) \quad \dot{b} = (\gamma - b)(i - b).$$

Además, si reemplazamos (3) en (2), luego de reordenar, obtenemos

$$(8) \quad \dot{p} = (\sigma i + (1-\sigma)b)p - b.$$

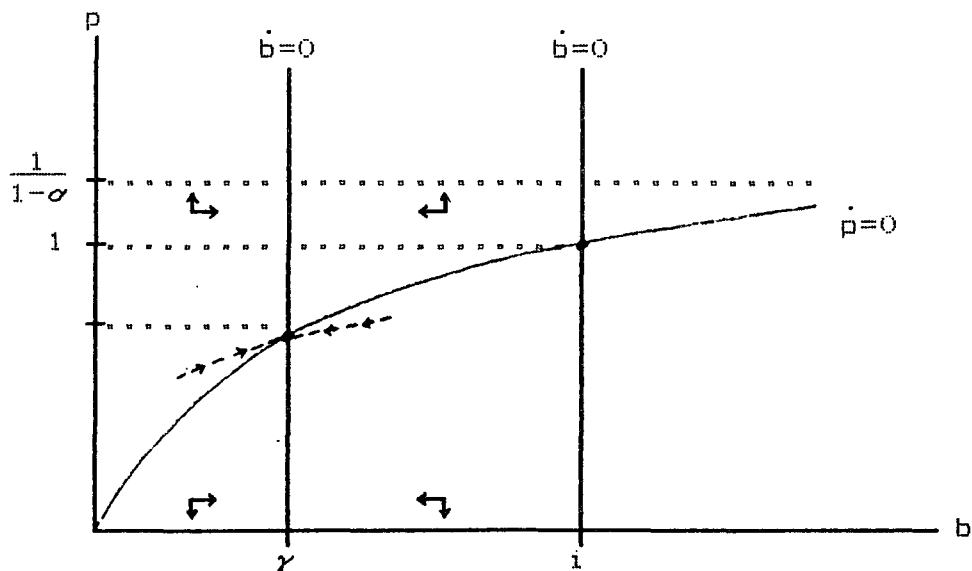
Las últimas dos ecuaciones forman un sistema que determina las trayectorias de  $b$  y  $p$ .

Supongamos que inicialmente la velocidad de ajuste comercial,  $\gamma$ , es significativamente inferior a la tasa de interés



internacional,  $i$ . El sistema tiene dos punto estacionarios, uno inestable y otro estable en el sentido de la teoría de las expectativas racionales. El punto inestable no es relevante. La Figura 1 nos da la dinámica cuando se está cerca del punto de ensilladura ubicado en la intersección de  $b = \gamma$  y la curva  $\dot{p} = 0$ . Se tiene un sendero de ensilladura que lleva al equilibrio. Esto se debe a que la variable  $p$  no es histórica sino que, al estar guiada por las expectativas con respecto al futuro, puede pegar saltos cuando cambian las circunstancias y los agentes lo saben y actúan consecuentemente.

Figura 1



El excedente comercial por unidad de deuda tiende al valor  $\gamma$  y la cotización de los títulos al valor  $1/(1-\sigma+i/\gamma)$ . Nótese que este último es necesariamente menor que la unidad cuando  $\gamma < i$ . Por lo tanto, los títulos de la deuda necesariamente se cotizarán con un descuento. La tasa de descuento será  $\sigma(i/\gamma - 1)$ . Además, en el estado estacionario habrá déficit en la cuenta corriente pues  $b = \gamma < i$ .

Un estado estacionario con  $\gamma$  positivo no parece ser posible

bajo la situación descripta pues ello implicaría que si bien el coeficiente  $b$  se estabiliza, tanto la deuda externa como el excedente comercial continúan creciendo para siempre a pesar de que el país no ha vuelto a una situación de financiamiento externo voluntario (pues sus títulos de deuda siguen cotizándose con un fuerte descuento). Parecería que, tarde o temprano, las posibilidades de ajuste del excedente comercial se agotan y  $\gamma$  debe hacerse igual a cero. En ese caso, el estado estacionario estable está en el origen, donde  $B$  es constante,  $D$  crece al infinito y  $p$  tiende a cero.

Si, partiendo de un cierto excedente comercial constante, el país realiza un esfuerzo comercial consistente en llevar a  $\gamma$  a un valor positivo, la cotización de los títulos debería saltar hasta ubicarse en el sendero que lleva al nuevo equilibrio estacionario. A partir de allí,  $p$  y  $b$  avanzan gradualmente por ese sendero. Pero siempre que el nuevo valor de  $\gamma$  siga siendo menor que la tasa de interés internacional, no se resuelve el problema de endeudamiento ya que la cotización de los títulos tiende a un valor menor que la unidad, o sea, la prima de riesgo sigue siendo positiva.

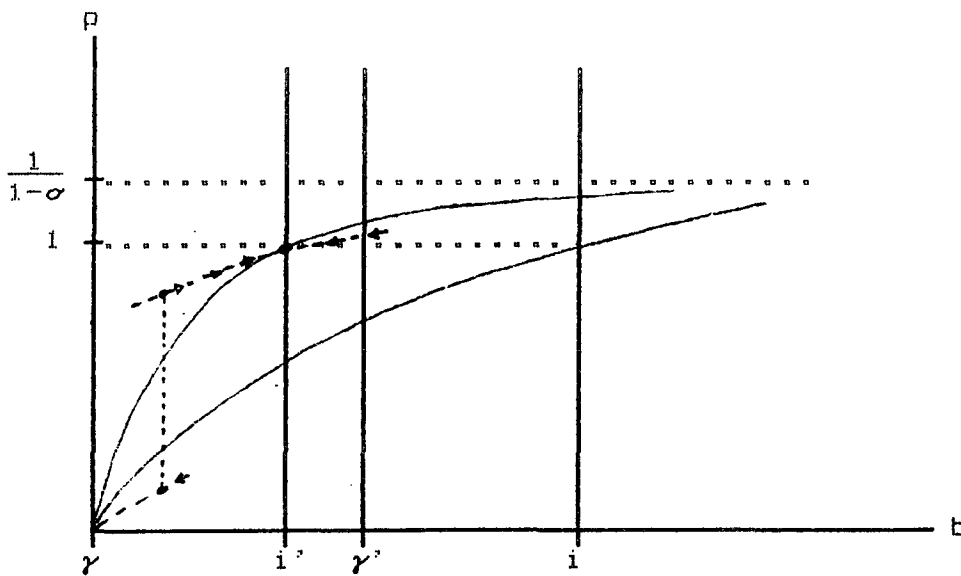
Para resolver el problema del endeudamiento, es necesario que  $\gamma$  se vuelva mayor que  $i$ . Si no es posible aumentar  $\gamma$  hasta tornarla mayor que  $i$ , es necesario disminuir el valor de  $i$ , lo cual implica efectuar una quita sobre la tasa de interés que se aplica sobre la deuda. Si suponemos que se realiza una negociación entre deudor y acreedores que implica aumentar  $\gamma$  a cambio de una reducción en  $i$ , donde en la nueva situación  $\gamma$  se hace mayor que  $i$ , la situación se modifica radicalmente.

Si inicialmente se estaba avanzando hacia al origen de

coordenadas, con un excedente comercial constante, una deuda creciente y cotizaciones decrecientes, cuando se produce el ajuste con quita, el valor de mercado de los títulos salta hasta ubicarse en el nuevo sendero. A partir de allí,  $b$  y  $p$  crecen paulatinamente hasta los nuevos valores de equilibrio.

Como se ve en la Figura 2, el equilibrio estable es ahora el que conduce a un valor de paridad a los títulos de deuda. Además, como  $b$  tiende a  $i$ , la cuenta corriente tiende al equilibrio. Por lo tanto, la prima de riesgo tiende a desaparecer. El país puede retomar el camino del crecimiento atrayendo capitales del resto del mundo.

Figura 2



Aparte de la cuestión del ajuste estructural que permita la obtención de un mayor excedente externo con la finalidad de pagar una mayor proporción de los intereses sobre la deuda, está la de la voluntad política de recomprar porciones de la deuda entregando a cambio activos. Un caso particular, es el de la compra del título por parte del gobierno mediante el pago de moneda doméstica

en un monto superior al valor de mercado del título para que el acreedor pueda adquirir activos reales o financieros en el país, una de las variantes de la llamada "capitalización de la deuda" En estos casos, en lugar de ajustar el funcionamiento de la economía, se cancelan los pasivos externos mediante la entrega de activos domésticos

En Escudé (1988a), se modifica el modelo recién esbozado para incorporar una variante del esquema de capitalización que consistiría en la aplicación de una fracción dada del excedente comercial para recomprar títulos de deuda. Se ve allí que la esencia del análisis arriba esbozado no se altera. Los esquemas de capitalización de deuda solo producen alteraciones de segundo orden y no pueden resolver el problema básico.

#### 6. El concepto de ahorro externo ajustado <sup>1/</sup>

En su acepción más simple, el concepto de ahorro está normalmente asociado al de acumulación, o formación de capital. Desde un punto de vista macroeconómico, representa los recursos que la sociedad produce y no consume, y que da lugar a la producción en períodos futuros.

En términos de una economía abierta simplificada, sin variaciones de precios internos ni internacionales, ni movimientos internacionales de factores, ni autónomos de capitales, el concepto de ahorro se desdobra en ahorro interno y externo, en la medida en que la sociedad puede, o bien utilizar recursos en exceso de los que produce, o bien puede utilizar menos bienes de los que produce transfiriendo el resto al exterior. Volviendo a

---

<sup>1/</sup> -Esta sección y la siguiente se basan en el trabajo de Simón L. Guerberoff "Crecimiento y Restricción Externa: el caso argentino en los años 90", 1988, mimeo.

los conceptos introducidos en la sección 2, esto podría representarse del siguiente modo

$$Y = C + I + X - M \quad (9)$$

$$I \equiv S = (Y-C) + (M-X) \quad (10)$$

$$S = S_I + S_X \quad (11)$$

Aún en una economía simple como la descripta es obvio que se requieren movimientos internacionales de capitales para financiar los desequilibrios del comercio exterior, que como se ve no son más que la contraparte de la producción y absorción internas de bienes finales. Esto puede verse a través de la ecuación del balance de pagos. Si no hay variaciones en las reservas internacionales del país, se tiene

$$F = M - X \quad (12)$$

donde F es el financiamiento externo recibido, igual al exceso de importaciones sobre exportaciones (Para simplificar el análisis se supone que el financiamiento externo no devenga intereses).

Reemplazando (12) en (11), en términos financieros se tiene

$$I \equiv S = S_I + F \quad (13)$$

Nótese que en este caso F es también igual al aumento del endeudamiento externo del país.

Supongamos ahora que la remuneración al capital externo utilizado sea una cantidad Z por año. En este caso, una parte de los recursos producidos por la sociedad deberían destinarse al pago de dichos factores, y por lo tanto restarse del consumo o la inversión, a menos que se obtenga financiamiento del exterior.

Por su parte, el ingreso de los residentes se vería disminuido en la medida en que una parte de los bienes generados en el país corresponde ser aplicado al pago a no residentes. Las ecuaciones anteriores quedarían expresadas del siguiente modo:

$$YBN \equiv Y - Z = C + I + X - M - Z \quad (14)$$

$$I \equiv S = (YBN - C) + (M + Z - X) \quad (15)$$

$$S = S_I + S_x \quad (16)$$

donde YBN es el ingreso nacional.

En términos de flujos financieros, la ecuación del balance de pagos sería, suponiendo que no hay variaciones de reservas

$$F = M + Z - X \quad (17)$$

Como es lógico, ahora el financiamiento externo recibido (F) es la contraparte por un lado del saldo del balance comercial (X-M), y por el otro de los servicios a factores productivos del exterior Z.

F es el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo y, en ausencia de movimientos autónomos de capitales y de variaciones de activos de reservas internacionales coincide con el aumento del endeudamiento externo neto.

Nótese que en este caso el ahorro doméstico es el excedente del ingreso nacional sobre el consumo (YBN-C), es decir que los montos para el pago de factores al exterior que deben realizar los residentes (Z) no se consideran disponibles para el consumo ni para financiar la inversión. Solo podrá disponerse de esos recursos en la medida en que se disponga del

financiamiento externo necesario para remunerar a dichos factores, como serían por ejemplo refinanciaciones o nuevos préstamos.

Esto implica, por un lado la aceptación de la existencia de una restricción al consumo o la inversión, sujeta a la disponibilidad de recursos financieros externos, desde un punto de vista macroeconómico. Por otro lado, implica que los agentes económicos tengan en cuenta estas mismas restricciones al tomar sus decisiones de consumo e inversión.

El esquema precedente puede ampliarse con una variante en la cual una parte del pago de factores del exterior está a cargo del gobierno. La ecuación (15), que representa el ahorro total se obtendría como resultante de las siguientes ecuaciones

$$S_p = Y - Z_p - T + TR - C_p \quad (18)$$

$$S_g = T - G - TR - Z_g \quad (19)$$

$$S_x = M - X + Z_g + Z_p \quad (20)$$

$$S = S_p + S_g + S_x \quad (21)$$

además,

$$Y_D = Y - Z_p - T + TR \quad (22)$$

$Y_D$  es el ingreso disponible del sector privado

Un hecho interesante a ser tenido en cuenta es que los pagos a factores del exterior que realiza el gobierno ( $Z_g$ ) no afectan directamente el ingreso disponible del sector privado, pero sí lo afectan indirectamente a través de los impuestos que el gobierno recauda para hacer frente a dichos pagos.

Por otro lado, el aumento del endeudamiento externo  $S_x$ , refleja tanto el financiamiento obtenido por el sector público como por el privado.

Cabe destacar que las distintas definiciones de ahorro presentadas están implícitamente referidas a un contexto en que la economía descrita se desenvuelve dentro de patrones normales. Esto implica por un lado, la viabilidad de la política macroeconómica consistente con servir la normalmente deuda, y por otro lado, la consistencia en el comportamiento de los agentes económicos con la evolución normal de la economía en su conjunto, en un sentido ex-ante. La viabilidad del ajuste macroeconómico fue considerada en la sección anterior.

Respecto al segundo punto, cabe recordar que a pesar de las complicaciones que se han ido introduciendo, sigue siendo válido el requisito de que el ahorro total de la economía debe reflejar por un lado la parte del producto que no se consume ( $Y-C$ ) y por el otro los recursos que la sociedad recibe del exterior, o que cede al exterior ( $M-X$ ). En el caso de desbalances extremos -como es el de los países latinoamericanos altamente endeudados- los agentes económicos podrían no tomar en cuenta el efecto pleno de los devengamientos de los servicios en la medida en que no los consideren viables o sostenibles en el largo plazo, dando lugar a acciones inconsistentes.

Por ejemplo, si el gobierno desea aplicar una presión tributaria demasiado alta para financiar sus gastos, y esto genera evasión fiscal generalizada, no podría decirse que el sector privado tiene en cuenta ex-ante para decidir sus gastos los mismos impuestos que espera recaudar el gobierno para financiar los suyos

Los anteriores conceptos pueden plantearse también de un modo alternativo. El saldo en la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo equivale al ahorro externo, o al aumento de endeudamiento externo, de acuerdo a la definición tradicional (ver ecuación (17)). Además, de (17)



$$X - M = Z - F$$

(23)

es decir que el saldo del balance comercial es el equivalente a la parte del devengamiento de pagos de factores al exterior, que para simplificar asimilaremos a intereses de la deuda externa, que el país paga con recursos propios.

En la medida en que la deuda externa sea pública, ésta afectaría las decisiones de gasto de consumo del sector privado solo si un aumento de la misma representa para el sector privado una mayor expectativa de carga tributaria futura. En otros términos, el crecimiento de la deuda externa pública pesaría en las decisiones de gasto presentes a través del efecto anticipado de prever una mayor carga tributaria futura, cuando la deuda acumulada deba ser pagada. Este comportamiento podría representarse a través de la hipótesis del consumo en base al ingreso permanente o al ciclo de vida por ejemplo 1/.

Cabe preguntarse cuál sería la carga tributaria que imputarían anticipadamente los agentes económicos. A este respecto pueden formularse algunas observaciones 2/.

- a) Puede existir incertidumbre sobre la posibilidad de que en el futuro exista o bien algún tipo de mejora en las tasas de in-  
o en los precios de exportables o bien una solución que alivie la carga de la deuda.

---

1/ - Ver Ando y Modigliani (1963) y Friedman (1957).

2/ - El tratamiento es similar al de Barro (1974).

b) Los agentes económicos pueden creer en el hecho de que el país en su conjunto deberá pagar en algún momento la deuda acumulada, pero aun así seguramente ignorar el momento en que ocurrirán dichos pagos y la forma concreta en la cual la carga tributaria se distribuirá en el futuro.

Por estos motivos podría extraerse la conclusión de que desde el punto de vista de la consistencia entre el fenómeno macroeconómico de la deuda externa pública impaga y el comportamiento de los agentes económicos, surge que la definición tradicional de ahorro externo no parecería del todo apropiada para analizar la posible evolución de la economía, por lo menos en función del comportamiento de los agentes económicos privados. En cambio, parece tener un poder descriptivo mayor la parte del ahorro externo vinculado con el pago de servicios externos del gobierno con recursos propios del país. Obviamente el caso es distinto para la deuda externa privada.

La acumulación de deuda externa pública que surge del hecho de no atender plenamente los intereses devengados en un período no jugaría un papel relevante en la determinación de las decisiones presentes de gasto de consumo de los agentes económicos, en la medida en que no se conozca la secuencia de pagos y en quienes recaerá la carga. Por supuesto, es de esperar que esta incertidumbre afecte fuertemente las decisiones de inversión privada -dado que justamente las mismas requieren un horizonte de tiempo prolongado- ya sea a través de la incertidumbre misma o de la expectativa de una alta presión tributaria.

La idea de no considerar como ahorro externo la parte de la deuda pública externa que se acumula en cada período es equivalente a realizar

un cálculo alternativo imputando una tasa de interés tal que los servicios sean atendibles 1/.

En las secciones 2 y 3 se analizaron las series argentinas a la luz de las definiciones habituales de ahorro. Además en la sección 5 se planteó la dificultad de atender plenamente los servicios de la deuda externa sin algún tipo de quita y en la presente sección se consideró la posible inconsistencia entre los planes de los agentes económicos involucrados. En el resto de esta sección y en la siguiente se elaborará un marco conceptual y un ejercicio que permite reconsiderar el esfuerzo de ahorro desde el punto de vista de los recursos reales cedidos por el país al exterior.

Con el fin de simplificar el análisis mantendremos el supuesto de que no hay variación de activos de reservas internacionales, lo que es razonable en el mediano plazo. Consideraremos entonces como "ahorro externo ajustado" al que incluye un devengamiento de intereses externos del gobierno ajustados, tal que iguale el saldo del balance comercial menos la parte del mismo que se destina a servir los pagos a factores del exterior del sector privado.

Obviamente esto implica también redefinir en forma acorde el ahorro interno, teniendo en cuenta el del sector público y el del privado. Se tienen entonces las siguientes ecuaciones

$$Z_{AG} \equiv X - M - Z_p \quad (24)$$

$$S_{AX} = (M - X) + Z_{AG} + Z_p \equiv 0 \quad (25)$$

$$S_{Ap} = Y - T + TR - C_p - Z_p \quad (26)$$

$$S_{AG} = T - TR - G - Z_{AG} = T - TR - C_G - (X - M - Z_p) \quad (27)$$

1/ - Una idea similar puede verse en Fischer (1987).

donde

$ZAG$  = Pagos a factores del exterior ajustados

$SA_x$  = Ahorro externo ajustado

$SAP$  = Ahorro privado corriente ajustado

$SAG$  = Ahorro público corriente ajustado

Nótese que estos supuestos llevan implícitos la idea de que el saldo de la cuenta corriente, y por lo tanto el ahorro externo de la economía, es cero. Esto proviene del hecho de considerar como devengamiento de pagos de factores al exterior solamente la porción que fue de hecho servida con el excedente del balance comercial. Por otro lado, también se observa que el ahorro público corriente relevante (ecuación 27) no es ya el que considera el devengamiento total de intereses, sino la parte que se atiende en cada período con el saldo del balance comercial. Por esta parte es que el sector público deberá o bien disminuir sus gastos o bien aumentar la presión tributaria sobre el sector privado.

En consecuencia, la definición relevante de ahorro interno cambia, pasando a ser

$$SA_I = Y - C - ZAG - Z_p = Y - C - (X-M) \quad \underline{1/} \quad (28)$$

Según surge de la suma de las ecuaciones (26) y (27) y teniendo en cuenta la ecuación (24) el ahorro total ajustado de la economía quedaría expresado de la siguiente manera

$$S = SA_I + SA_x = (Y - C - ZAG - Z_p) = (Y-C) + (M-X) \quad (29)$$

1/ - Obsérvese que puede reescribirse esta fórmula en la siguiente forma

$$SA_I = (Y-ZAG-Z_p) - C = YBNA - C$$

donde YBNA es el ingreso bruto nacional ajustado "consecuente con las definiciones de ahorro ajustados precedentes.

El ahorro total es igual al ahorro doméstico, puesto que el ahorro externo ajustado es por definición nulo.

La ecuación (29) conserva el requisito del punto (1) anterior en el sentido de que permite obtener información sobre el esfuerzo de acumulación realizado internamente y los recursos financieros obtenidos del exterior o bien transferidos al exterior. Sin embargo, a diferencia del caso tradicional, en esta definición se considera exclusivamente como pago de factores al exterior la parte de los intereses de la deuda pública externa que el país atiende con recursos propios. Esto implica que la deuda externa pública acumulada por intereses no pagados no afecta el consumo privado presente, y por lo tanto el ahorro privado.

A su vez, de la ecuación (29) puede separarse fácilmente el excedente del producto sobre el consumo ( $Y-C$ ), del excedente real del sector externo ( $X-M$ ), que son variables necesarias para investigar las aplicaciones del esfuerzo de ahorro de la comunidad, como se verá más adelante.

Hasta el momento se trabajó en términos de variables expresadas en moneda local a precios corrientes. Resulta de interés conocer el efecto de la variación de los precios internacionales y del tipo de cambio real sobre la composición del esfuerzo de ahorro. A través de la ecuación (29) se observa que para un nivel de ahorro total dado un mayor excedente comercial solo es compatible con un mayor excedente de producto sobre consumo. Como se verá más adelante, el esfuerzo de ahorro será tanto mayor aún cuanto más desfavorables sean los términos del intercambio, y cuanto más alto sea el tipo de cambio real.

Para el cálculo del efecto de los términos de intercambio, usualmente se utilizan los precios de importaciones como deflactor del ba-

lance comercial. En este sentido se define la ganancia de intercambio del siguiente modo

$$\overline{GI} = \left( \overline{X} \cdot \frac{\Pi_X}{\Pi_M} - \overline{M} \right) - (\overline{X} - \overline{M}) = \overline{X} \left( \frac{\Pi_X}{\Pi_M} - 1 \right) \quad (30)$$

donde

$\overline{GI}$  = ganancia de la variación de términos de intercambio  
 $\overline{X}$  = exportaciones en moneda local a precios constantes  
 $\overline{M}$  = importaciones en moneda local a precios constantes  
 $\Pi_X$  = índice de precios de exportaciones en dólares  
 $\Pi_M$  = índice de precios de importaciones en dólares

Esta fórmula parece razonable cuando se trata de medir el poder adquisitivo de las exportaciones en términos de importaciones, que es el caso habitual de los países cuya problemática es obtener divisas para importar bienes. Sin embargo, en el caso de los países altamente endeudados, el problema es obtener divisas para hacer frente al pago de servicios financieros, por encima de las necesarias para adquirir las importaciones. En ese caso el deflactor relevante es el índice de precios de exportaciones. (1).

Utilizando esa definición, la ganancia de intercambio queda definida del siguiente modo

$$\overline{GI} = \left( \overline{X} - \overline{M} \cdot \frac{\Pi_M}{\Pi_X} \right) - (\overline{X} - \overline{M}) = \overline{M} \left( 1 - \frac{\Pi_M}{\Pi_X} \right) \quad (31)$$

Puede verse como la ganancia del intercambio afecta la composición del ahorro, reescribiendo la fórmula (29) del siguiente cuadro

1/- Ver Gutman (1987), Guerberoff y Olives (1988).

$$\begin{aligned}\bar{S} &= (\bar{Y} + \bar{GI} - C) + (\bar{M} - \bar{X} - \bar{GI}) = (\bar{YBI} - C) + (\bar{M} - \bar{X} - \bar{GI}) \\ &= (\bar{YBI} - C) + (\bar{M} - \bar{X} - \bar{GI})\end{aligned}\quad (32)$$

Como se ve, una mejora en los términos del intercambio aumenta el excedente del YBI sobre el consumo a precios corrientes en la medida en que aumenta en ingreso bruto interno y empeora el saldo del balance comercial cambiado de signo.

Por otro lado, puede analizarse el impacto de una variación en el tipo de cambio real. Con ese fin, definimos

$$\bar{Ge}_t = (\bar{X}_t - \bar{M}_t) \cdot \left( \frac{(e_t/e_0) \cdot (\Pi_{x,t}/\Pi_{x,0})}{P_t / P_0} - 1 \right) \quad (33)$$

donde

$\bar{Ge}$  = Ganancia por variación del tipo de cambio real

$e$  = tipo de cambio nominal

$P$  = Índice de precios internos

A diferencia de la ganancia de intercambio, que expresa cambios en el poder adquisitivo del país en relación al resto del mundo,  $\bar{Ge}$  expresa cambios en los precios relativos "hacia el interior" de la economía. La forma en que afecta el componente de comercio exterior y excedente de producto sobre consumo puede verse en la ecuación siguiente, que se basa en la ecuación (32)

$$\bar{S} = (\bar{Y} + \bar{GI} + \bar{Ge} - C) + (\bar{M} - \bar{X} - \bar{GI} - \bar{Ge}) \quad (34)$$

De la ecuación (33) surge que un balance comercial positivo es aumentado en términos de precios corrientes por un mayor tipo de cambio real. De la ecuación (34) surge que, si eso ocurre, se requiere un mayor excedente de ingreso sobre consumo para obtener el mismo ahorro total. En

la sección siguiente se analizarán los datos en función de estas categorizaciones.

### 7. Determinantes del ahorro

Como se vió en la sección 1, la economía argentina se encuentra en estado de estancamiento desde principios de la década del 80, una de cuyas características es la fuerte caída de la inversión. En un sentido expost esta caída en la inversión tiene como contrapartida una caída en el ahorro. Desde el punto de vista del esfuerzo realizado por la comunidad en su conjunto, interesa distinguir las formas concretas por las cuales esta caída del ahorro tiene lugar.

Como es sabido, a fines de la década del 70 y principios de la del 80, la situación económica internacional favorecía a la Argentina con altos precios de exportables, y por lo tanto altos términos del intercambio, y abundantes capitales en los mercados financieros. En este período el país resultó ser un importador neto de capitales, tanto por el exceso de importaciones sobre exportaciones como por ingresos de capital financiero. La deuda externa se incrementó en 17.000 millones de dólares entre 1977 y 1980, de los cuales participaron por partes iguales el sector público y el privado. Sin embargo, la errónea política cambiaria seguida precipitó al país a una crisis de balance de pagos. A esto se sumó el cambio en las condiciones internacionales, donde se observaron fuertes caídas en los precios de los exportables, aumento en las tasas de interés y disminución del acceso al crédito, lo cual agravó fuertemente la crisis. Esta crisis trajo consigo además un fenómeno nuevo, que es el fuerte aumento de los requerimientos de fondos fiscales para hacer frente a los pagos de intereses de la deuda pública externa la que, como se dijo, aumentó velozmente.



La primera reacción al estallido de la crisis fue tratarla como una crisis de balanza de pagos, es decir intentando generar los excedentes de divisas mediante el ajuste del tipo de cambio real por un lado y la disminución de la absorción interna por el otro. Sin embargo, los excedentes de divisas se consiguieron a costa de caída en el nivel de actividad, fuertes restricciones a las importaciones, desorden fiscal y alta inflación entre los años 1981 y 1983. Este período ha sido denominado de "ajuste caótico" 1/. En este período se giraron divisas por pagos e intereses por unos 8.800 millones de dólares.

A partir de 1984, el nuevo gobierno constitucional comenzó a adoptar una estrategia tendiente a negociar con los acreedores externos por una reducción de la carga de la deuda, al mismo tiempo que procuraba solucionar los principales desequilibrios de la economía, notoriamente el fiscal, que había alcanzado los 16 puntos del PBI en 1983. Justamente por haberse colocado la problemática fiscal en el centro de la política económica. así como la necesidad de replantear la estrategia de asignación de recursos, el período que se inicia en 1984 ha sido denominado como de "ajuste ordenado" 2/. La máxima expresión de este período es el Plan Austral, puesto en marcha en junio de 1985, que apuntaba a reducir la inflación tanto con elementos heterodoxos como ortodoxos 3/. Entre 1984 y 1987 las transferencias al exterior por pago de intereses de la deuda alcanzaron a 8.200 millones de dólares.

---

1/ - Ver Frenkel, Fanelli y Winograd (1986).

2/ - Ver Guerberoff (1988)

3/ - Ver Heymann (1986), BCRA (1985) Frenkel. Fanelli y Winograd (1986), Rozenwurcel (1987), Machinea y Fanelli (1987), Bianchi (1987), Gerchunoff y Bozzalla (1987), Di Tella y Canavese (1987), Dornbusch y Simonsen (1987), Guerberoff (1987).

En el cuadro 7 puede verse que el ahorro en términos de PBI a precios corrientes, que mostraba hacia 1980 niveles normales del orden del 22%, en 1987 había caído a 14 puntos del PBI. Este cuadro permite analizar a grandes rasgos los componentes del ahorro nacional en base al análisis desarrollado previamente, especialmente en las ecuaciones (29) a (34) de la sección precedente. Como se observa en dicho cuadro, el déficit comercial (M-X) pasó de ser 2,2% de PBI a -6,9% y -1,8% en 1985 y 1986, respectivamente. 1/.

CUADRO 7

DETERMINANTES DEL AHORRO

- En % del PBI a precios corrientes -

Año	S	Y-C	M-X	$\overline{GI}(')$	$\overline{Ge}(')$
1970	21,2	21,4	-0,2	-	-
1971	22,0	21,5	0,5	1,2	-0,1
1972	21,5	21,9	-0,4	1,4	-0,3
1973	19,3	21,9	-2,6	2,2	0,1
1974	19,6	20,5	-0,9	1,1	-0,1
1975	26,4	26,2	0,2	-0,3	-0,1
1976	27,0	31,4	-4,4	-0,9	0,7
1977	27,1	30,2	-3,1	-	0,3
1978	23,9	27,8	-3,9	-0,4	-0,8
1979	22,5	22,7	-0,2	0,7	0,1
1980	22,7	20,5	2,2	3,0	2,8
1981	18,3	17,9	0,4	3,4	1,4
1982	16,9	20,2	-3,3	0,2	-
1983	17,3	22,2	-4,9	0,1	-
1984	14,5	17,7	-3,2	0,8	-0,4
1985	12,6	19,6	-7,0	-	-0,6
1986	12,7	15,0	-2,3	-1,4	-1,0
1987	14,2	14,3	-0,1	-2,3	-0,8

(') - En % del PBI a precios constantes

1/ -. 1987 y en parte 1986 son años atípicos debido a que las condiciones climáticas influyeron negativamente en los cultivos de exportables.

En el período de ajuste caótico, el excedente de producto sobre el consumo subió levemente para permitir el excedente positivo del balance comercial, aunque los requerimientos de ahorro fueron menores debido a la caída en la inversión. En el período de ajuste ordenado, una nueva caída en la inversión permitió que el excedente del producto sobre el consumo volviera a caer, esta vez a niveles muy bajos comparados con los valores históricos. Como puede verse también en el cuadro 7, la caída del ahorro coincide con la caída en los términos del intercambio, cuya ganancia pasó de pesar 3,0% del PBI en 1980 a -1,4% en 1986. Como se vio a través de la ecuación (34), esto tiene un efecto negativo sobre el excedente del ingreso sobre el consumo al reducir el ingreso bruto interno. Analizando los datos a precios corrientes, como se está haciendo, debe tenerse en cuenta que la ganancia de intercambio es un efecto precio que ya está contenido en los mismos.

Otro tanto sucede con el efecto de la variación en el tipo de cambio real, que también contribuye a una disminución del excedente sobre el consumo, y a una reducción del valor corriente de los recursos netos recibidos a través del balance comercial. Este efecto, que representaba 2,8% del PBI en 1980 había desaparecido al final del período de ajuste caótico y se había transformado en -1,0% del PBI para 1986. Esto implica que el pasaje del saldo del balance comercial de negativo a positivo requirió una proporción más alta del ingreso corriente para ser financiado al nuevo tipo de cambio real propio del ajuste que al vigente en 1980.

En el cuadro 8 puede verse más sintéticamente la evolución del ahorro y sus determinantes en términos de los períodos de análisis definidos previamente. Por supuesto, debe advertirse que se están considerando variaciones de porcentajes en términos de un PBI que varía de año en año, lo cual debe tenerse en cuenta al interpretarse el mismo.

CUADRO 8

DETERMINANTES DEL AHORRO

Variaciones entre los años indicados  
en términos de PBI a precios corrientes (%)

Año	S	Y-C	M-X	$\overline{GI}$	$\overline{Ge}$	$GI+\overline{Ge}$
1980-83	-5,4	+1,7	-7,1	-2,9	-2,8	-5,7
1983-86	-4,6	-7,2	+2,6	-1,5	-1,0	-2,5
1980-86	-10,0	-5,5	-4,5	-4,4	-3,8	-8,2

Como se ve, en el período de ajuste caótico, el ahorro cayó 5,4% del PBI y el balance comercial insumió más recursos por 7,1% de PBI, de manera que para compensar, el excedente de producto sobre consumo debió crecer 1,7% de PBI. El período de ajuste ordenado se caracteriza por otra caída en ahorro total, arrastrado por la caída en la inversión, de 4,6% de PBI. Como en este período, comparando 1983 con 1986 las transferencias de recursos al exterior a través del balance comercial positivo se atenuaron en 2,6% de PBI, el excedente del PBI sobre el consumo cayó 7,2 puntos.

En conjunto, entre 1980 y 1986 el ahorro cayó 10 puntos de PBI, que corresponden 4,5 a transferencias de recursos al exterior a través del saldo positivo del balance comercial y 5,5 a la caída del excedente de producto sobre consumo. Nótese que la ganancia de intercambio fue negativa por 2,9% de PBI en el período de ajuste caótico y de 1,5 entre 1983 y 1986. Es decir que este elemento influyó negativamente sobre el ahorro doméstico

por esas magnitudes, que agregadamente representan 4,4 puntos de PBI entre 1980 y 1986.

Por otra parte, el efecto tipo de cambio real resultante de recuperación del atraso cambiario pesó negativamente sobre el excedente del producto sobre consumo por 2,8 puntos de PBI entre 1980 y 1983 y 1,0% de PBI entre 1983 y 1986, de modo que representó 3,8 puntos de PBI entre 1980 y 1986.

Agregadamente, los efectos sumados de ganancia de intercambio y tipo de cambio real representaron 8,2% del PBI para el período bajo análisis, lo que implica que, de haberse deseado compensar los mismos, debió haberse realizado un esfuerzo de signo contrario de esa magnitud en términos de cantidades. En otros términos, podría decirse que los 5,5 de PBI de caída del excedente de producto sobre consumo están "explicados" por cambios en los precios relativos por 8,2 puntos de PBI, lo cual implica que hubo efectos compensatorios por cantidades por 2,2% del PBI.

El análisis anterior es revelador de la magnitud de las transferencias de recursos involucrados en el proceso de ajuste que siguió a la crisis de la deuda. Por otro lado, la propia incertidumbre que trae aparejada la negociación permanente de la misma, una de cuyas consecuencias son las altas tasas reales de interés, hacen que el esquema cierre bajando la demanda de fondos para financiar inversiones.

Siguiendo los conceptos desarrollados precedentemente se cuantificó el ahorro público y privado, según las definiciones de ahorro ajustado que surge de las ecuaciones (24) a (28). Con el fin de incluir los concep-

tos disponibles en las estadísticas de balance de pagos, se distinguió entre los pagos de factores al exterior realizados por el sector privado consistentes en utilidades, dividendos y regalías, de los realizados por intereses sobre deuda. Esta distinción, si bien es arbitraria, permite aislar los intereses externos, los que, como ya fue explicado, fueron transferidos del sector privado al público.

Llamando  $Z'_p$  a los pagos de utilidades, dividendos y regalías del sector privado, las definiciones de ahorro ajustado privado y público quedan del siguiente modo (recordando que por definición el ahorro externo es igual a cero).

$$S = SA_I = SA_p + SA_G = (Y - T + TR - Z'_p - C_p) + (T - TR - C_G - (X - M - Z'_p)) \quad (31)$$

En base a estas definiciones se construyeron los cuadros 9, 10 y 11, obteniéndose primero el ahorro ajustado del gobierno y sus componentes, y a partir de éste el ahorro ajustado del sector privado y sus componentes. En todos los casos se trabajó en términos de participaciones en el PBI a precios corrientes 1/.

1/ - Este método de trabajo debe ser tomado como una primera aproximación al tema, en la medida en que utiliza fuentes de distinto origen, como son las ejecuciones presupuestarias, el balance de pagos y las cuentas nacionales. Un mínimo de consistencia se asegura operando en términos de precios corrientes, pero, en la medida en que se disponga de estadísticas más confiables estos datos deberían ser revisados.

CUADRO 9  
AHORRO PÚBLICO Y PRIVADO  
- En % del PBI a precios corrientes -

AÑO	Ahorro total	Ahorro ajustado del Gobierno	Ahorro ajustado del sector Privado
	S	SAG	SAP
1970	21,2	6,6	14,6
1971	22,0	5,4	16,6
1972	21,5	3,2	18,3
1973	19,3	-2,2	21,5
1974	19,6	0,1	19,5
1975	26,4	-6,0	32,4
1976	27,0	-2,7	29,7
1977	27,1	5,9	21,2
1978	23,9	2,6	21,3
1979	22,5	4,2	18,3
1980	22,7	4,7	18,0
1981	18,3	-1,5	19,8
1982	16,9	-5,3	22,2
1983	17,3	-5,5	22,8
1984	14,5	-3,6	18,1
1985	12,6	-1,1	13,7
1986	12,7	3,8	8,9
1987	14,2	3,0	11,2

En el cuadro 9 puede verse la descomposición del ahorro total en ahorro ajustado del gobierno y del sector privado (este último se obtuvo por diferencia, como ya fue explicado). Cabe recordar que, de acuerdo a la definición adoptada, el ahorro externo ajustado es nulo y en consecuencia el ahorro total iguala al ahorro doméstico ajustado, de manera que el cuadro 9 muestra también la desagregación del ahorro doméstico entre público y privado. El cuadro permite apreciar como durante el período de ajuste caótico, en que el ahorro ajustado del gobierno llegó a ser fuertemente negativo (más de 5% del PBI en 1982 y 1983), se registró un aumento del ahorro privado que compensó en parte esa caída.

Durante el período de ajuste ordenado en cambio se dio el proceso inverso, ya que el mayor ahorro público combinado con la menor demanda

de ahorro total que caracterizó la caída en la inversión, implicó una fuerte caída del ahorro privado.

El cuadro 10 permite una visión de la situación del sector público en relación a su capacidad de ahorro en el sentido habitual (ingresos corrientes menos egresos corrientes) y por otro lado permite apreciar el impacto de los servicios de la deuda externa sobre las cuentas públicas, reflejado en el término  $ZAG$ , es decir las divisas que el gobierno adquiere <sup>1/</sup>

**CUADRO 10**  
**AHORRO AJUSTADO DEL GOBIERNO**  
- En % del PBI a precios corrientes -

AÑO	Ingresos corrientes menos egresos corrientes (') (a)	Recursos externos comprados por el Gobierno ( $ZAG$ ) (b)	Ahorro ajustado del Gobierno ( $SA_G$ ) (c) = (a)-(b)
1970	6,6	-	6 6
1971	3,7	-1 7	5 4
1972	3 3	0 1	3 2
1973	0,2	2 4	-2,2
1974	0,8	0,7	0 1
1975	-6 2	-0 2	-6,0
1976	1 7	4,4	-2 7
1977	8 6	2 7	5 9
1978	6,0	3 4	2,6
1979	4,2	-	4 2
1980	1 9	-2 8	4,7
1981	-2,4	-0 9	-1,5
1982	-2,8	2 5	-5,3
1983	-1,9	3,6	-5,5
1984	-1 1	2,5	-3 6
1985	4,6	5,7	-1,1
1986	5 1	1,3	3,8
1987	2,9	-0 1	3,0

(') - Excluye intereses externos

<sup>1/</sup>-En rigor,  $ZAG$  no distingue entre divisas compradas por el gobierno para pagar intereses de las que pudiera comprar para formar reservas (o en su caso vender desacumulando reservas). No obstante esto no se considera una limitación excesiva en la medida en que las acumulaciones de reservas son transitorias y demandan recursos para su adquisición, como cualquier otro gasto. A los fines de este análisis no es relevante que las divisas sean adquiridas por el Banco Central, siempre que la Tesorería genere los recursos necesarios.



Como puede verse, desde 1982 en adelante -excluyendo 1987 por las razones ya expuestas-  $ZA_G$  es significativo durante 5 años consecutivos. En los primeros años (período de ajuste caótico) estos requerimientos se sumaban a ahorro corriente negativo, generando un ahorro público ajustado fuertemente negativo. Esto se revierte a partir de 1986, en que el exceso de ingresos sobre gastos corrientes combinado con la reducción del saldo del balance comercial alcanzan a producir un ahorro ajustado positivo.

En otros términos en el período de ajuste caótico el gobierno presenta ahorro corriente negativo si se excluyen los intereses externos. Esto, como puede verse, solo ocurrió en un año desde 1970 (en 1975). A esto debe sumarse la demanda de divisas del gobierno, con lo cual se observan cinco años consecutivos de ahorro ajustado del gobierno negativo, y en especial dos años con niveles superiores al 5% del PBI (1982 y 1983). En 1986 y 1987, en cambio, el ahorro ajustado es positivo y relativamente elevado.

CUADRO 11  
AHORRO AJUSTADO DEL SECTOR PRIVADO  
- En % del PBI a precios corrientes -

AÑO	Excedente del consumo privado (Y-T+TR-C <sub>p</sub> )	Pagos netos de factores al exterior del sector privado (Z' <sub>p</sub> )	Ahorro ajustado del sector Privado (SA <sub>p</sub> )
1970	14,8	0,2	14,6
1971	17,8	1,2	16,6
1972	18,6	0,3	18,3
1973	21,7	0,2	21,5
1974	19,7	0,2	19,5
1975	32,4	-	32,4
1976	29,7	-	29,7
1977	21,6	0,4	21,2
1978	21,8	0,5	21,3
1979	18,5	0,2	18,3
1980	18,6	0,6	18,0
1981	20,3	0,5	19,8
1982	23,0	0,8	22,2
1983	24,1	1,3	22,8
1984	18,8	0,7	18,1
1985	14,9	1,2	13,7
1986	9,9	1,0	8,9
1987	11,4	0,2	11,2

En el cuadro 12 se desagrega el cuadro 8 en los sectores público y privado. Con el fin de facilitar el análisis se vuelve a centrar la atención solamente en los subperíodos previamente definidos, agregándose el período 1980-85, por ser este último año el del Plan Austral

CUADRO 12  
DETERMINANTES DEL AHORRO  
Variaciones entre los años indicados en términos de PBI a precios corrientes (%)

Año	SESAEI	SAp	Y-T+TR-Cp	Z'p	SAg	T-TR-Cg	X-M-Z'p = =ZAg	GI	Ge	GI + Ge
1980-83	-5,4	+4,8	+5,5	+0,7	-10,2	-3,8	+6,4	-2,9	-2,8	-5,7
1983-86	-4,6	-13,9	-14,2	-0,3	+9,3	+7,0	-2,3	-1,5	-1,0	-2,5
1980-85	-10,1	-4,3	-3,7	+0,6	-5,8	+2,7	+8,5	-3,0	-0,6	-3,6
1980-86	-10,0	-9,1	-8,7	+0,4	-0,9	+3,2	+4,1	-4,4	-3,8	-8,2

En primer lugar, puede verse que tanto en el período de ajuste caótico como en el ordenado la proporción del ahorro sobre el PBI cae aproximadamente 5 puntos en cada uno. El período de ajuste caótico se caracteriza por la generación de un fuerte excedente externo, que revierte el ingreso de recursos del exterior de 1980 y que en 1983 superaba los 6 puntos del PBI.

Como se vió, el gobierno debió generar recursos para adquirir estas divisas, si se deseaba no aumentar el desequilibrio fiscal, pero en cambio el excedente de gasto corriente en moneda local sobre ingreso corriente, en realidad cayó 3,8 puntos de PBI. El efecto combinado de ambas

variables llevó a una caída del ahorro público ajustado de 10 puntos de PBI. De estos 10 puntos, la mitad se financió con aumento del ahorro privado y los otros 5 no se requirieron por haber caído la inversión.

En el período que ha sido llamado de ajuste ordenado, tomando como punto de referencia 1986, el sector público aumentó sus excedentes de gastos corrientes en moneda local sobre ingresos corrientes en 7,0 puntos del PBI. Los excedentes externos disponibles para el gobierno se reducen si se toma como punto de comparación 1986, por lo cual entre 1983 y 1986 el ahorro ajustado del gobierno aumentó 9 puntos de PBI.

Entre 1983 y 1986 el aumento del ahorro público del orden de 9 puntos de PBI, sumado a la caída de casi 5 en la inversión son compatibles con una caída en el ahorro privado de casi 14 puntos del producto.

Tomando el período 1980-1986 en su conjunto, se comprueba que es sin duda un período de ajuste: el ahorro, es decir la inversión, cae 10 puntos de PBI; el ahorro privado cae 9 puntos y el público 1. Pero la caída del ahorro público es la resultante de un importante esfuerzo por aumentar el ahorro corriente en 3 puntos, al mismo tiempo que las compras de divisas representan un incremento de 4 puntos del PBI.

Recordando la ecuación (34) es interesante incorporar al análisis la ganancia de intercambio y el efecto tipo de cambio real, que se cuantifican en las tres últimas columnas del cuadro 12. Como se ve, la primera representaba en 1986 4,4 puntos de PBI de pérdida de ingreso respecto de 1980, mientras que el segundo representaba un esfuerzo adicional sobre el componente local del ahorro de 3,8 puntos de PBI. Por ambos motivos tomados conjuntamente, el esfuerzo adicional del componente doméstico del ahorro sufrió un impacto en términos de "efecto precio" ex-post de 8,2% de PBI.

Los datos analizados revelan la magnitud del ajuste realizado, que representa una caída en la inversión acompañada una caída similar magnitud en el ahorro privado y un aumento en el ahorro en moneda local del sector público para hacer frente a los pagos externos.

El efecto tipo de cambio puede ser tomado como un dato, en el sentido de que la recuperación del atraso cambiario de 1980 era inevitable, y representa un mayor sacrificio en términos de ingreso corriente del hecho de generar un excedente de balance comercial. Mejores términos del intercambio, por otro lado, hubieran permitido disponer de más recursos, o bien para realizar mayores pagos al exterior, lo cual hubiera agravado el problema fiscal, salvo que se aumentaran los impuestos a las exportaciones, o bien hubiera representado un mayor ingreso disponible y un mayor ahorro privado.

## BIBLIOGRAFIA

- Ando, A. y Modigliani, F. (1963), "The 'life cycle' Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", American Economic Review, March.
- Banco Central de la Republica Argentina, (1985) "Memoria Anual".
- Barro, R.J., (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", Journal of Political Economy, Noviembre-Diciembre.
- Bianchi, A., (1987) "Adjustment in Latin America, 1981-86" en Corbo, V. et.al., editors, "Growth-Oriented Adjustment Programs", International Monetary Fund - The World Bank, Febrero.
- Calvo, Guillermo (1988), "Notes on credibility and economic policy", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Di Tella, G. y Canavese, A.J. (1987) "Inflation Stabilization or Hyperinflation Avoidance? The Case of the Austral Plan in Argentina: 1985-1987; Conferencia sobre Inflación y Estabilización, Fundación Ortega y Gasset, Toledo, España, Junio.
- Dornbusch, R. y Simonsen, M. H., (1987) "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support : A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 2153, Febrero.
- Escudé, Guillermo (1988a), "Ajuste comercial y quita en la solución del problema de la deuda externa", inédito.
- (1988b), "Modelo macroeconómico de base para la economía argentina", inédito.
- (1988c), "Comentario al trabajo de Guillermo Calvo", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Fanelli, J.M., (1984) "Ahorro, Inversión y Financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina", Ensayos Económicos N° 31. Setiembre.

- Fischer, S. (1987), "Resolving The International Debt Crisis", en Sachs, J., (ed.), Developing Country Debt, National Bureau of Economic Research, Washington, D.C.
- Frenkel, R., Fanelli, J.M. y Winograd, C., (1986) "Stabilization and Adjustment Programmes and Policies in Argentina", CEDES, December, Mimeo.
- Friedman, M. (1957), "A Theory of the Consumption Function", Princeton, N.J., Princeton University Press.
- Gerchunoff, P. y Bozzalla, C. (1987), "Posibilidades y Límites de un Programa de Estabilización Heterodoxo: el caso Argentina", Instituto Torcuato Di Tella, Enero.
- Guerberoff, S., (1987), "Flexibilidad de Precios, Variaciones de Stocks e Incertidumbre: la Política Antiinflacionaria después del Plan Austral", Desarrollo Económico Vol. 27 N° 106, Julio-Septiembre.
- (1988), "Crecimiento y Restricción Externa: el caso argentino en los años 90", mimeo.
- Guerberoff, S y Olives, A., (1988) "La ganancia por términos de intercambio: una revisión y cuantificación para el caso argentino", BCRA, (próximo a publicarse).
- Gutmann, P., (1987) "Measurement of Terms of Trade Effects", The Review of Income and Wealth, December.
- Heymann, D. (1986a), "El Plan Austral: Una Experiencia de Estabilización de Shock", en "Tres Ensayos sobre Inflación y Políticas de Estabilización", CEPAL, Buenos Aires, Febrero de 1986.
- Machinea, J.L. y Fanelli, J.M., (1987) "Stopping Hyperinflation: The Case of the Austral Plan in Argentina, 1985-87, Idem Di Tella et. al.
- Massad, C., (1987), "La Deuda: Una Visión General", en Roca S., editor, "Estabilización y ajuste estructural en América Latina", ESAN, Instituto de Desarrollo Económico, Lima, Perú.
- McCarthy, D.F., y Thorne, A., (1987) "Argentine Problems for Achieving Macro Stability", The World Bank, Octubre, Mimeo.

- Rodríguez, C.A., (1986) "La Deuda Externa Argentina", CEMA, Buenos Aires, Diciembre.
  
- Rodriguez, C.A. (1988), "Un análisis teórico sobre la recompra de deuda externa en mercados secundarios, Serie Seminarios, Instituto Torcuato Di Tella, agosto.
  
- Rozenwurcel, G., (1987) "La Restricción Externa Antes y Después de la Crisis de la Deuda. Un análisis del caso Argentino". CEDES, Buenos Aires, Septiembre.

